

可转债被否无碍，政府付费 PPP 模式可持续性

公司点评

◆ 多种融资渠道保障，可转债被否无碍正常经营：

公司近来经营规模快速增长导致资金需求增加，通过多种途径补充经营现金。8月11日，经证监会许可，公司获准公开发行不超过人民币2.50亿元绿色公司债券；同时9月20日及10月18日，公司发行了2017年度第一、二期超短期融资券，发行总额分别为5亿元和3亿元，期限均为270日。公司具备多种融资渠道，可转债发行被否不会对公司正常经营产生较大影响。

◆ 依靠政府付费的生态环保类 PPP 项目收益更具保障：

公司项目多为生态环保类 PPP 工程，在实施范围方面符合《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》，属于政府付费类 PPP 项目，所需资金纳入政府年度预算和中长期财政规划并报经人大批准，通过人大决议确保项目的资金拨付需要。由此可知，相对于使用者付费类 PPP 项目中项目公司的成本回收和收益取得与项目的使用者实际需求直接挂钩，依靠政府付费的生态环保类 PPP 项目收益更具保障。

◆ 在手订单充足，保障业绩高增：

公司2017年截止目前累计新签合同253.92亿元，为16年全年订单的6倍，订单呈加速落地态势；其中PPP项目投资额245.76亿元，占新签合同的96.79%；16年以来新签订单合同共计296.46亿元，相对16年的营收28.61亿元，订单收入保障比约为10.36，在手订单充足。同时公司16年以来与地方政府签订的框架协议高达538.7亿元，规模十分庞大且转化为订单确定性极强，公司未来业绩有望保持持续高速增长。

◆ 生态建设项目在政策驱动下前景广阔：

十八大以来，党中央高度重视生态文明建设和环境保护工作，将其列入“五位一体”总体布局和“四个全面”战略布局的高度，并将“美丽中国”纳入十三五规划中。十九大更是强调建设生态文明是中华民族永续发展的千年大计，必须树立和践行绿水青山就是金山银山的理念。公司承接多为内蒙古当地土壤沙化治理项目，而内蒙作为京津冀的生态屏障，有极高的区位优势，未来将持续受益生态文明建设政策东风。

◆ **财务预测与估值：**预计公司2017~2019年实现归母净利润10.07/15.25/21.61亿元，同比增长196.7%/51.5%/41.7%，对应EPS为0.63/0.95/1.35元。当前股价对应2017~2019年的PE为20.1/13.3/9.4倍，维持“**强烈推荐**”评级。

◆ **风险提示：**PPP项目拓展及落地不及预期，回款风险等。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1768 | 2,861 | 7,063 | 10,458 | 14,645 |
| 增长率(%) | 8.7 | 61.8 | 146.9 | 48.1 | 40.0 |
| 净利润(百万元) | 159.2 | 339 | 1,007 | 1,525 | 2,161 |
| 增长率(%) | -4.5 | 113.1 | 196.7 | 51.5 | 41.7 |
| 毛利率(%) | 32.5 | 31.7 | 32.5 | 32.7 | 32.7 |
| 净利率(%) | 9.0 | 11.9 | 14.3 | 14.6 | 14.8 |
| ROE(%) | 6.7 | 12.0 | 24.5 | 29.5 | 32.5 |
| EPS(摊薄/元) | 0.34 | 0.34 | 0.63 | 0.95 | 1.35 |
| P/E(倍) | 37.25 | 37.4 | 20.1 | 13.3 | 9.4 |
| P/B(倍) | 2.48 | 4.5 | 4.9 | 3.9 | 3.0 |

资料来源：新时代证券研究所

强烈推荐 (维持评级)

分析师

王小勇 (执业证书编号：S0280517070001)
0755-82312484
wangxiaoyong1@xsdzq.cn

研究助理

王斌 (执业证书编号：S0280117080044)
wangbin1@xsdzq.cn

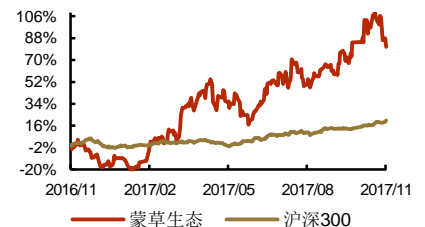
王萌 (执业证书编号：S0280117090007)
wangmeng@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.11.07

| | |
|-------------|----------|
| 收盘价(元)： | 12.65 |
| 总股本(亿股)： | 16.04 |
| 总市值(亿元)： | 202.94 |
| 一年最低/最高(元)： | 8.5/17.6 |
| 近3月换手率： | 352.13% |

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | -1.22 | 12.85 | 61.1 |
| 绝对 | 4.46 | 21.63 | 81.89 |

相关研报

三季报业绩高增，西部生态治理龙头未来持续看好

2017-10-25

三季报业绩再次大幅超预期，再次提升未来三年盈利预测

2017-10-15

内蒙大庆之后订单爆发，推动业绩持续高增

2017-09-26

PPP 稳固生态治理龙头地位，中报业绩大超预期

2017-08-24

巨额订单具备延续性，再下一城

2017-08-23

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产 | 3627 | 5586 | 10092 | 14661 | 20276 | 营业收入 | 1768 | 2861 | 7063 | 10458 | 14645 |
| 现金 | 667 | 1471 | 700 | 750 | 800 | 营业成本 | 1194 | 1955 | 4765 | 7036 | 9851 |
| 应收账款 | 2440 | 3387 | 7661 | 11343 | 15885 | 营业税金及附加 | 45 | 12 | 148 | 220 | 308 |
| 其他应收款 | 94 | 107 | 265 | 392 | 549 | 营业费用 | 34 | 42 | 104 | 154 | 216 |
| 预付账款 | 27 | 42 | 70 | 104 | 146 | 管理费用 | 135 | 229 | 565 | 836 | 1171 |
| 存货 | 389 | 519 | 1249 | 1844 | 2582 | 财务费用 | 45 | 74 | 74 | 113 | 152 |
| 其他流动资产 | 10 | 60 | 147 | 228 | 315 | 资产减值损失 | 113 | 126 | 90 | 90 | 90 |
| 非流动资产 | 923 | 1437 | 1455 | 1481 | 1506 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 77 | 128 | 128 | 128 | 128 | 投资净收益 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 254 | 380 | 468 | 500 | 529 | 营业利润 | 203 | 424 | 1317 | 2009 | 2857 |
| 无形资产 | 103 | 102 | 92 | 83 | 75 | 营业外收入 | 18 | 33 | 30 | 30 | 30 |
| 其他非流动资产 | 490 | 826 | 767 | 770 | 775 | 营业外支出 | 3 | 5 | 3 | 3 | 3 |
| 资产总计 | 4551 | 7023 | 11548 | 16143 | 21782 | 利润总额 | 218 | 453 | 1344 | 2036 | 2883 |
| 流动负债 | 2205 | 3667 | 6797 | 10195 | 14141 | 所得税 | 45 | 83 | 246 | 373 | 529 |
| 短期借款 | 650 | 1591 | 2152 | 3415 | 4721 | 净利润 | 174 | 370 | 1097 | 1662 | 2355 |
| 应付账款 | 1040 | 1310 | 3195 | 4717 | 6605 | 少数股东损益 | 14 | 31 | 91 | 137 | 194 |
| 其他流动负债 | 516 | 765 | 1451 | 2063 | 2815 | 归属母公司净利润 | 159 | 339 | 1007 | 1525 | 2161 |
| 非流动负债 | 125 | 280 | 287 | 295 | 303 | EBITDA | 277 | 534 | 1461 | 2196 | 3085 |
| 长期借款 | 79 | 221 | 221 | 221 | 221 | EPS(元) | 0.34 | 0.34 | 0.63 | 0.95 | 1.35 |
| 其他非流动负债 | 46 | 58 | 66 | 74 | 82 | | | | | | |
| 负债合计 | 2330 | 3946 | 7085 | 10490 | 14444 | 主要财务比率 | | | | | |
| 少数股东权益 | -171 | 258 | 349 | 486 | 680 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 股本 | 469 | 1003 | 1604 | 1604 | 1604 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 964 | 885 | 885 | 885 | 885 | 营业收入(%) | 8.7 | 61.8 | 146.9 | 48.1 | 40.0 |
| 留存收益 | 959 | 931 | 1626 | 2678 | 4169 | 营业利润(%) | (4.7) | 109.2 | 210.3 | 52.5 | 42.2 |
| 归属母公司股东权益 | 2392 | 2818 | 4114 | 5166 | 6657 | 归属于母公司净利润(%) | (4.5) | 113.1 | 196.7 | 51.5 | 41.7 |
| 负债和股东权益 | 4551 | 7023 | 11548 | 16143 | 21782 | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 32.5 | 31.7 | 32.5 | 32.7 | 32.7 |
| | | | | | | 净利率(%) | 9.0 | 11.9 | 14.3 | 14.6 | 14.8 |
| | | | | | | ROE(%) | 6.7 | 12.0 | 24.5 | 29.5 | 32.5 |
| | | | | | | ROIC(%) | 6.4 | 8.2 | 16.6 | 18.7 | 20.0 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 51.2 | 56.2 | 61.4 | 65.0 | 66.3 |
| | | | | | | 净负债比率(%) | 18.6 | 27.3 | 20.6 | 22.5 | 22.7 |
| | | | | | | 流动比率 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.4 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 1.1 | 1.1 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 1.3 | 1.7 | 2.1 | 1.8 | 1.7 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.34 | 0.34 | 0.63 | 0.95 | 1.35 |
| | | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.18 | 0.11 | -0.85 | -0.33 | -0.22 |
| | | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 5.10 | 2.81 | 2.57 | 3.22 | 4.15 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 37.25 | 37.38 | 20.15 | 13.30 | 9.39 |
| | | | | | | P/B | 2.48 | 4.50 | 4.93 | 3.93 | 3.05 |
| | | | | | | EV/EBITDA | -98.45 | -51.0 | -18.7 | -12.4 | -8.8 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 经营活动现金流 | 85 | 106 | -1362 | -535 | -352 |
| 净利润 | 159 | 339 | 1007 | 1525 | 2161 |
| 折旧摊销 | 29 | 36 | 70 | 74 | 75 |
| 财务费用 | 45 | 74 | 74 | 113 | 152 |
| 投资损失 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -374 | -726 | -3007 | -2720 | -3351 |
| 其他经营现金流 | 227 | 383 | 494 | 473 | 611 |
| 投资活动现金流 | -283 | -388 | -90 | -100 | -90 |
| 资本支出 | -134 | -119 | -90 | -90 | -90 |
| 长期投资 | -47 | -262 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -464 | -769 | -180 | -190 | -180 |
| 筹资活动现金流 | 329 | 767 | 682 | 685 | 492 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 560 | 1263 | 1306 |
| 长期借款 | -23 | 125 | -101 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 28 | 534 | 601 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 456 | -79 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -132 | 188 | -379 | -578 | -814 |
| 现金净增加额 | 130 | 485 | -771 | 50 | 50 |

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间11年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

王斌，建筑工程行业助理分析师，同济大学土木工程学士、硕士，工程设计从业2年，证券从业1年。

王萌，建筑工程行业助理分析师，伦敦大学学院商业经济学硕士，2017年8月加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

| | |
|----|--|
| 北京 | 郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn |
| 上海 | 李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn |
| 深圳 | 史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn |

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 | 邮编：100086 |
| 上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 | 邮编：200120 |
| 广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室 | 邮编：518046 |

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>